

鄉民總經觀察



2019/8/25
第 2 期

2020 經濟大衰退？

從美國的關稅、製造業、房市、就業
和自製指標，看美國景氣延續的可能性

內容

美國總經 Weekly Report	by 美帝總經觀察	 2
一、關稅影響進口物價不大，傷害消費有限		2
二、製造業：進入衰退，仍未見底.....		3
三、房市：新屋銷售成績佳，消費能力無虞		7
四、就業：走平，失速隱憂加大		9
五、新指標：RoC 油門指數，成長全面減速		12
六、結論：總經景氣可望延續至 2020Q2.....		17

一、關稅影響進口物價不大，傷害消費有限

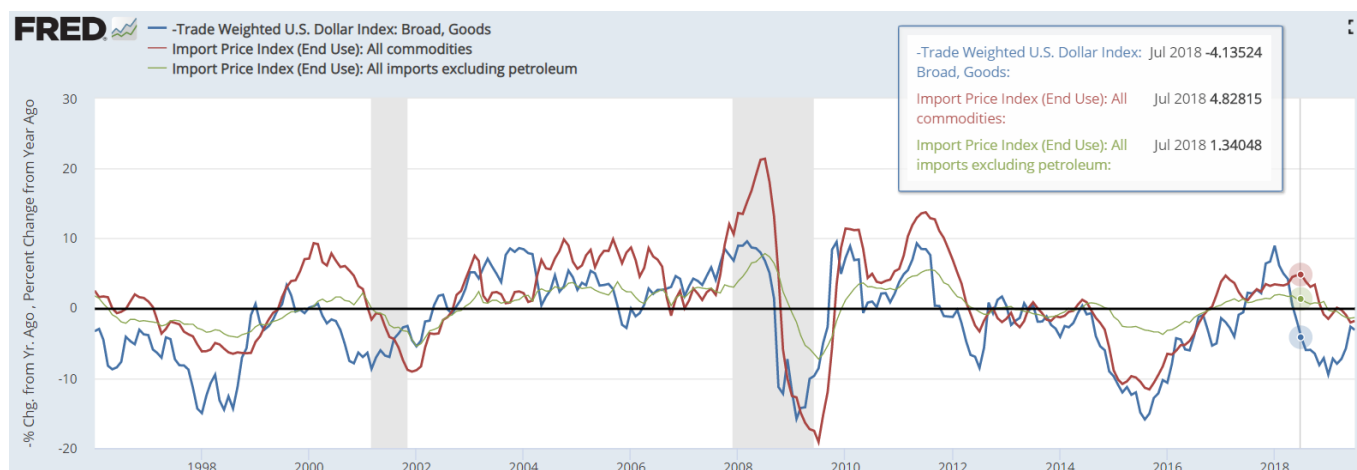


圖 1：美元指數(反序)、終端消費者進口物價

2018-07-06 正式對中 340 億商品加稅 25%，2018-07 月也是進口物價漲幅最高的時候，而後一路滑落，2019 更進入**負成長**。

的確，若以個別數據來看，對中課稅商品當然有影響，但整體情況上圖說明的很清楚了，更直接牽動進口物價的，是美元漲跌情況。

週五宣布的疊加 5%關稅報復，就過去一年數據來看，**對進口物價影響仍應有限**，對內需消費的影響實屬有限。

二、製造業：進入衰退，仍未見底

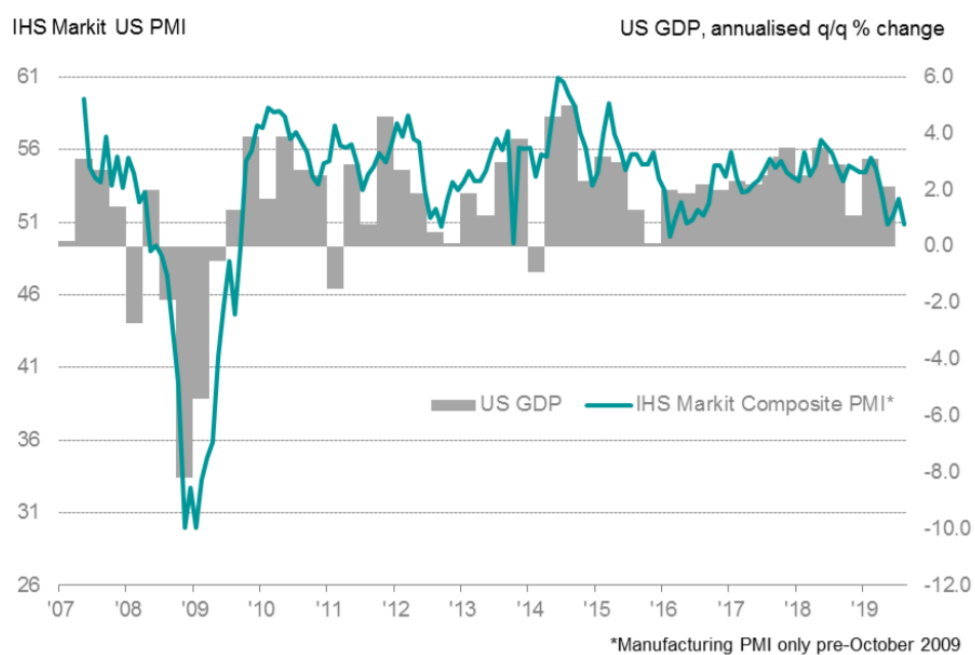
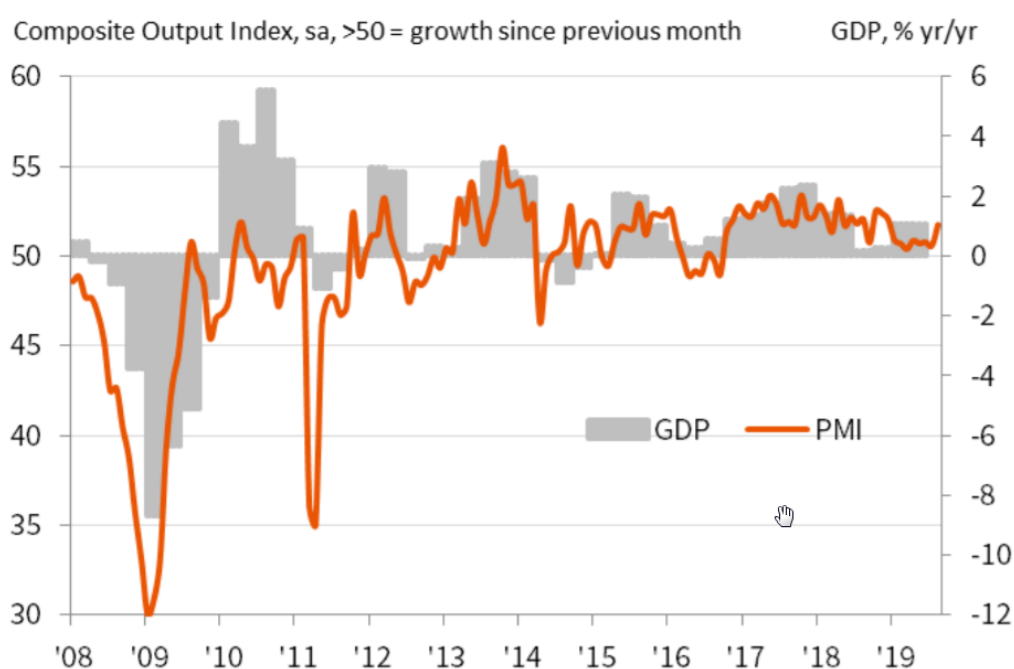


圖 2：美國 8 月 Markit 綜合 PMI 搶先值



Sources: Jibun Bank, IHS Markit, Cabinet Office.

圖 3：日本 8 月 Markit 綜合 PMI 搶先值



圖 4：歐洲 8 月 Markit 綜合 PMI 搶先值

8 月美國製造業：49.9，小於絕對榮枯值 50，**正式進入衰退**。全球製造業分工緊密，日、歐、德、中製造業 PMI 均已落於 50 以下數月，美國製造業終於陷入衰退本是難免。

The decline in the headline PMI mainly reflected a much weaker contribution from new orders, which **offset a stabilization in employment and fractionally faster output growth**...Survey respondents indicated that a drop in sales often cited a soft patch across the automotive sector, alongside a headwind to manufacturing exports from weaker global economic conditions.

----- IHS Markit Flash U.S. PMI™ (08/25)

新訂單降，抵銷了就業與產出的增長。受訪者指出，汽車部門銷售下滑，且因全球經濟疲軟，使得外銷承壓。

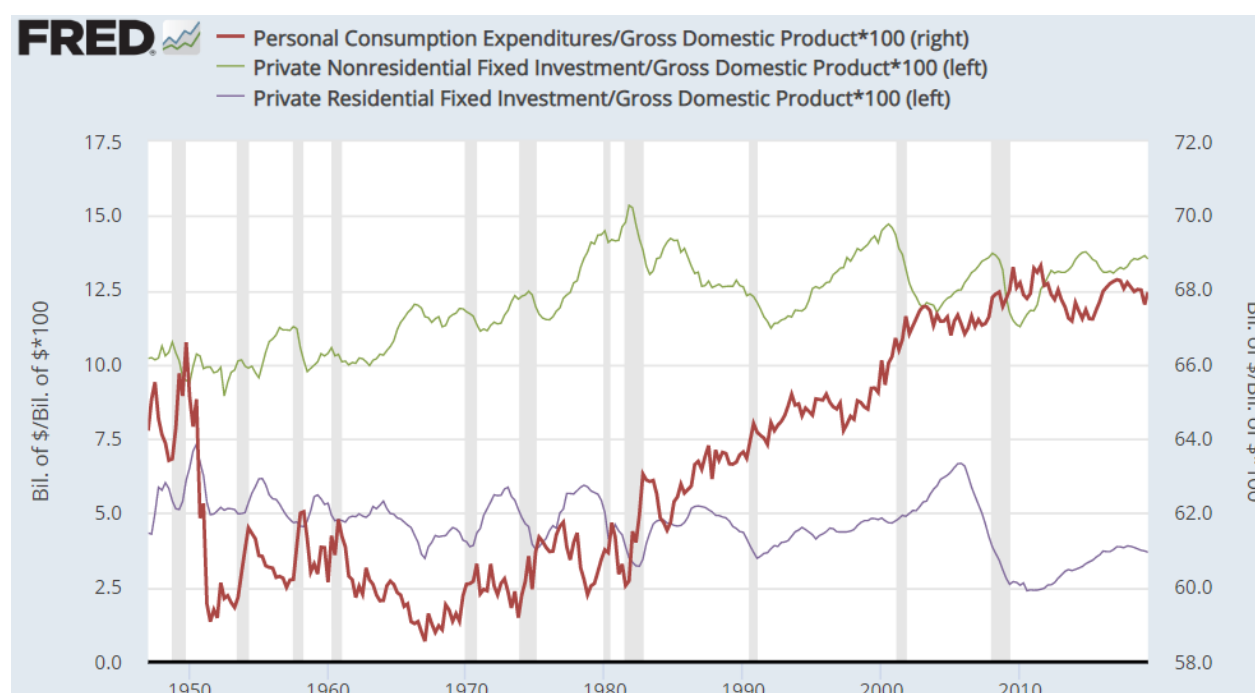


圖 5：個人消費、非住宅投資、住宅投資佔 GDP 比重

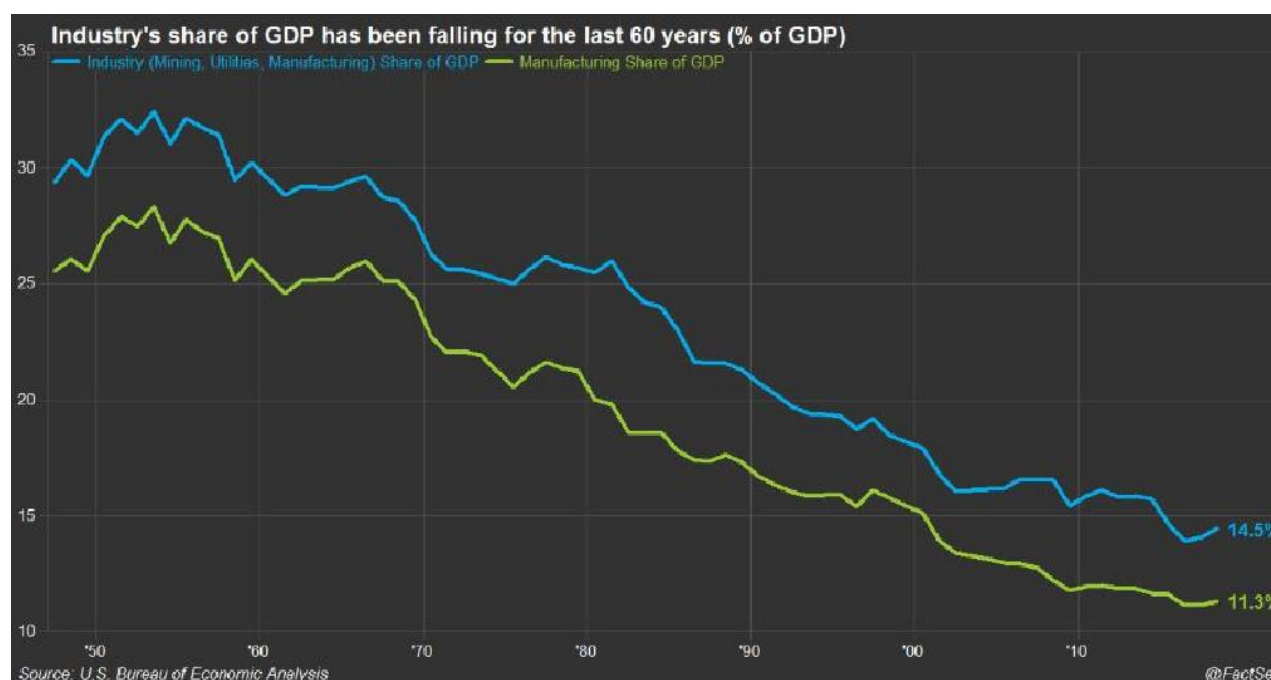


圖 6：生產部門佔 GDP 比重

從 1920 ~ 2008，IPi 工業生產指數，恰如其份扮演了極佳的同時指標，IPi 連續 5 個月年增率小於 0，共發生 18 次，而這 18 次美國也都處於衰退。2015，IPi 第 19 次發出衰退信號，美國卻未陷入衰退。

前 18 次都準確，為何第 19 次錯誤？因為 **生產部門已不是美國的經濟主體**。2019Q2 的 GDP 佔比：個人消費 67.95%、非住宅投資 13.56%、住宅投資 3.69%，消費才是當下的美國魂。

這當然不是說可以完全忽略生產部門，其產出仍有 GDP 的 1/4 強，但若這豬隊友不要太洩氣，在衰退深度嚴重到拖垮其他部門前，無須過份放大製造業的壞消息。

三、房市：新屋銷售成績佳，消費能力無虞

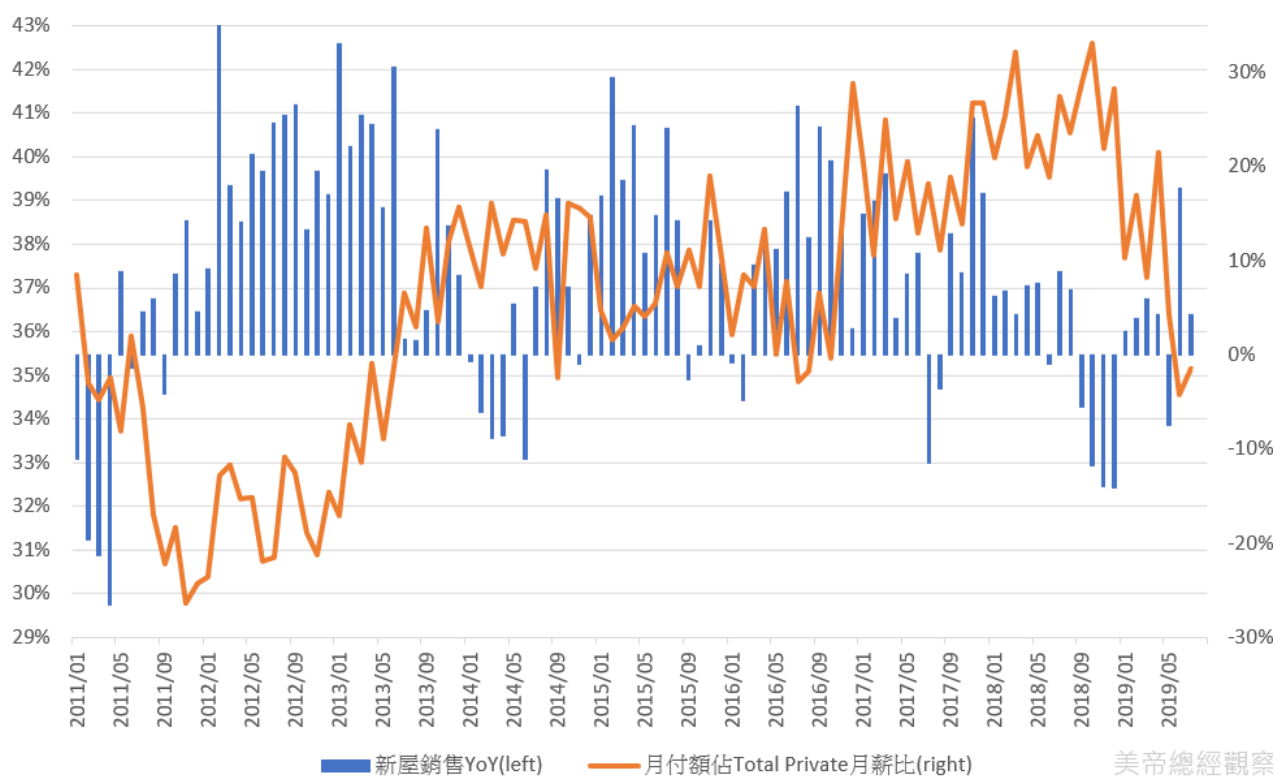
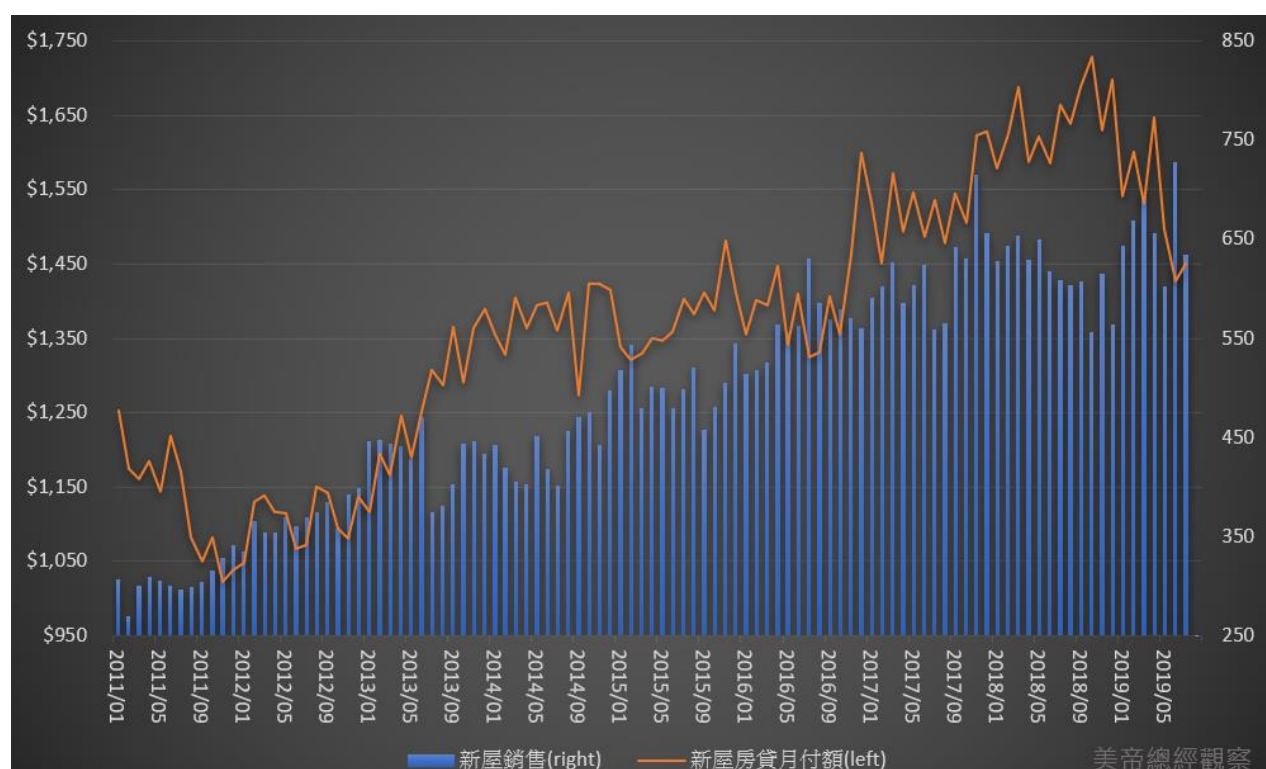


圖 7 & 圖 8：新屋銷售額、新屋房貸月付、新屋銷售 YoY、新屋房貸月付佔月薪比

我的總經觀察體系，有 5 大重點：**房市**、**製造**、**消費**、**就業**、**金融**。金融為中介，服務其他 4 項實體經濟。在**實體經濟發生問題前**，**金融引爆總經衰退機率甚低**。

而**房市**、**製造**、**消費**、**就業**，這 4 項實體經濟的核心為**消費**，其餘 3 項肩負著觀察消費動向功能。其中，尤以**房市是消費動量的最前緣**，因為購屋是多數人的重大支出，沒錢不會買房，有錢買房，消費也不會差。觀察新屋銷售情況，便是為了窺探美國消費是否有枯竭可能。

圖 7 & 圖 8，是以新屋房價中位數、30 年貸款利率、時薪、工時，四者反算的數據。**從 2018 年初以來，房市銷售狀況都差**，原因無他，利率及房價牽動房貸負擔節節上升，最高到達\$1,728/月，佔收入比重 41%。

隨利率 & 房價下修，新屋房貸也降至 7 月的\$1,451/月，收入佔比 35.2%。在房貸\$1,350 ~ \$1,450 這區間中，7 月銷售數字是最好的。**房市能隨著利率及房價下修而反彈，表示美國消費能力仍未衰竭**，之前不買原因是太貴了。

四、就業：走平，失速隱憂加大

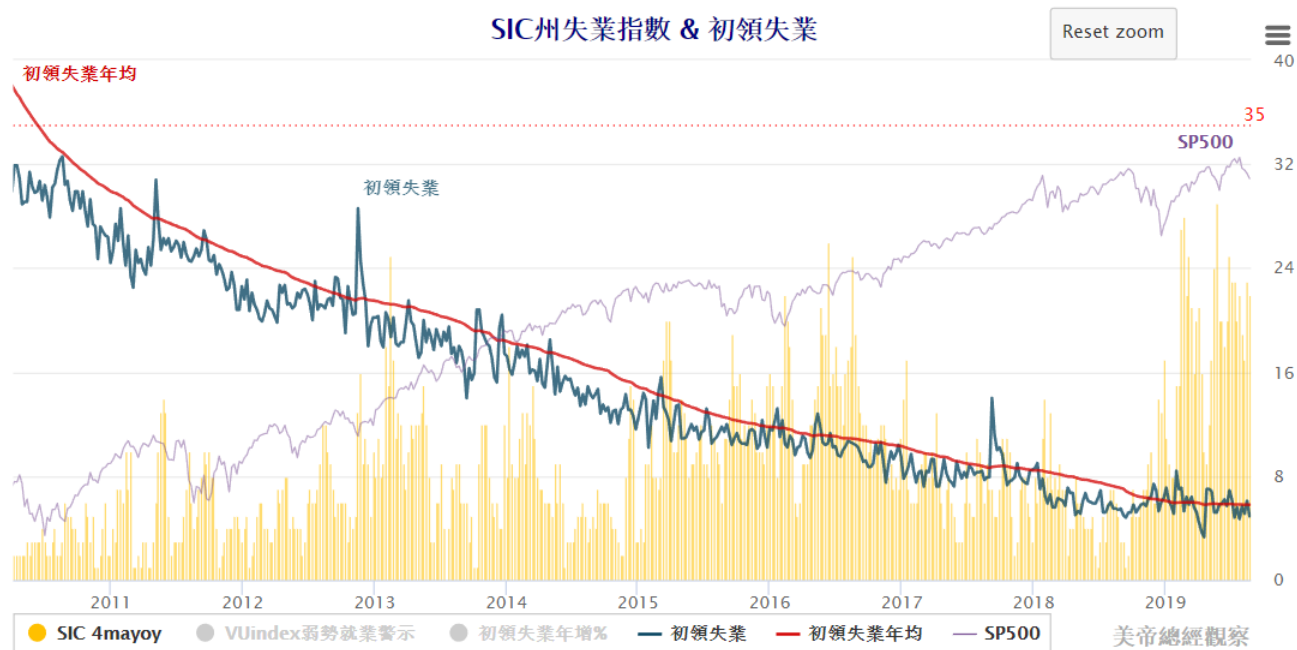


圖 9：SIC 州失業指數&初領失業

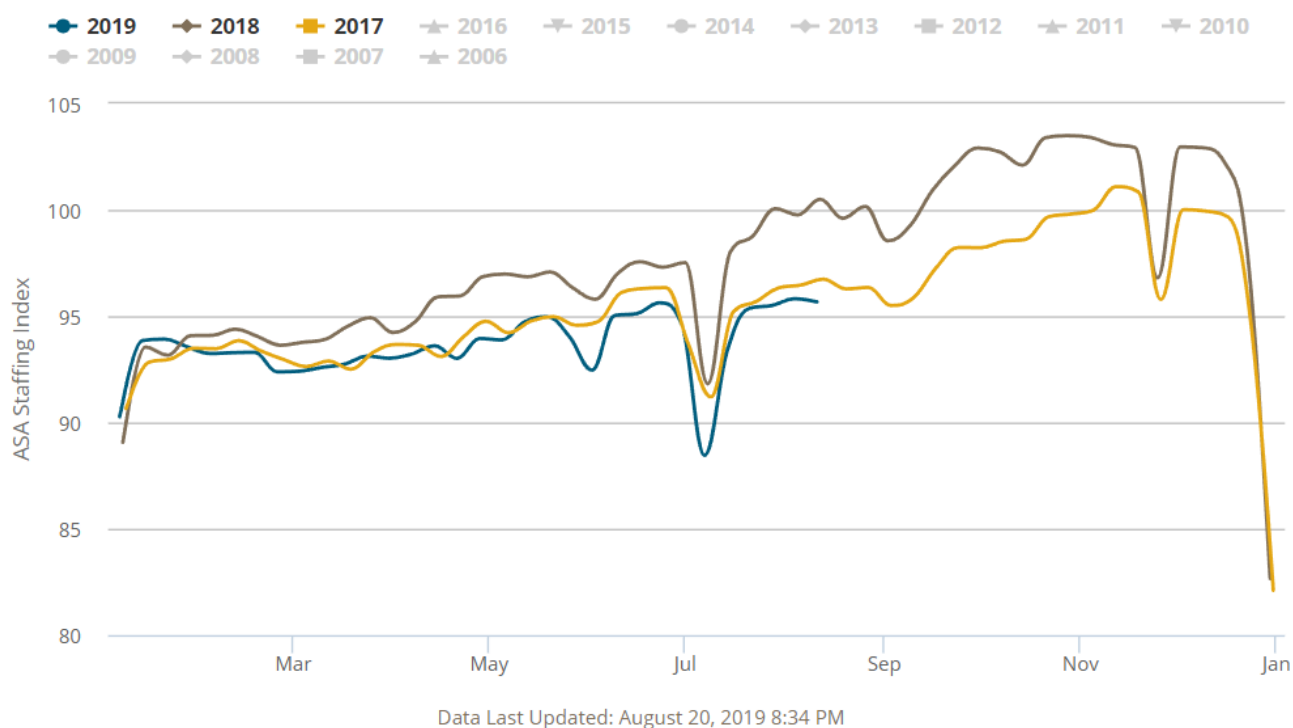


圖 10：ASA 臨時/契約工指數

初領失業 209K、SIC 州失業指數 22、ASA 臨時/契約工，
仍低於 2017 年。

SIC 州失業指數：計算美國 50 州初領失業人數年增率 4 周
均 >0 的數量，SIC = 22 表示共有 22 州的失業狀況較去年
惡化，長線數據指出，SIC 達 35 以上時，總經崩壞機率
75%。

ATA 臨時/契約工：統計臨時工及契約工，景氣不佳時最
先被捨棄的兩大就業弱勢族群，數據時間不長，但每週公
布的快速性，是初領失業的極佳補充數據。

Table 1. National Current Employment Statistics March 2019
Preliminary Benchmark Revisions by Major Industry Sector

	Benchmark revision (in thousands)	Percent benchmark revision
Total nonfarm	-501	-0.3
Total private	-514	-.4
Mining and logging	-16	-2.2
Construction	-9	-.1
Manufacturing	-3	(2)
Trade, transportation, and utilities	-104	-.4
Wholesale trade (1)	-32.8	-.6
Retail trade (1)	-146.4	-.9
Transportation and warehousing (1)	78.7	1.4
Utilities (1)	-3.5	-.6
Information	33	1.2
Financial activities	20	.2
Professional and business services	-163	-.8
Education and health services	-69	-.3
Leisure and hospitality	-175	-1.1
Other services	-28	-.5
Government	13	.1

Footnotes:

(1) Series are part of trade, transportation, and utilities.

(2) Less than 0.05 percent.

Last Modified Date: August 21, 2019

模擬CES非農下修後就業年增率

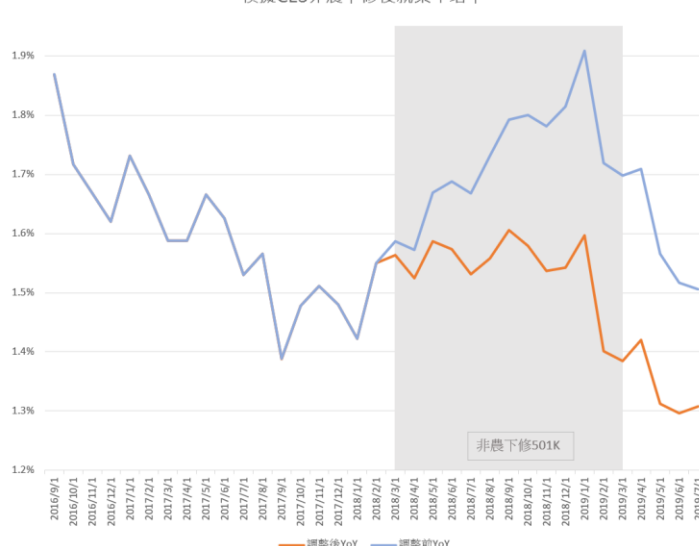


圖 11：非農下修內容(左)、模擬下修後的影響(右)

就業報告在每年三月，均會依失業保險稅務記錄，制訂統計基準，過去 10 年的修正調整，約為整體就業人數的 $\pm 0.2\%$ 。

本週公布的調整範圍為 2018-03 ~ 2019-03，調整比例為 -0.3%，人數為 -501K，**下修人數為歷史次高**，僅次於 2008 全年的 -807K。

實際下修分布，要等到 2020-02 發佈的 1 月數據才看的到，但**這也再為就業循環敲下警鐘，儘管非農就業人數仍在上行**，風平浪靜之下，卻也隨時有反轉可能，其他數據均早已顯示就業上行力道已竭，維持走平已屬萬幸。

還是得說一句，就業走平可以很長，在就業反轉之前，景氣不易大幅反轉，整體就業情況仍視為走平。

五、新指標：RoC 油門指數，成長全面減速

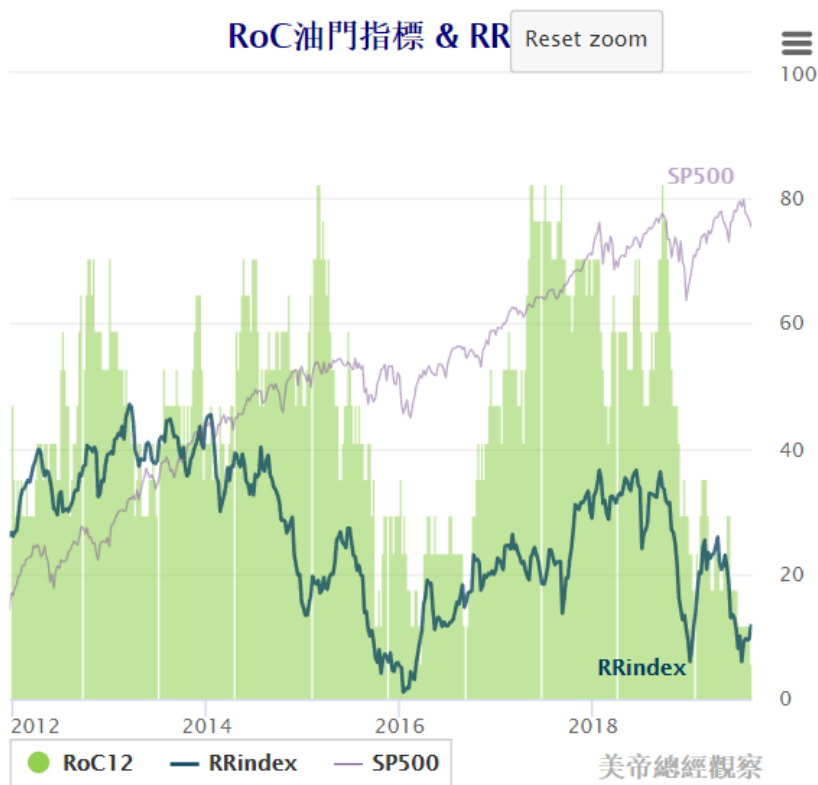
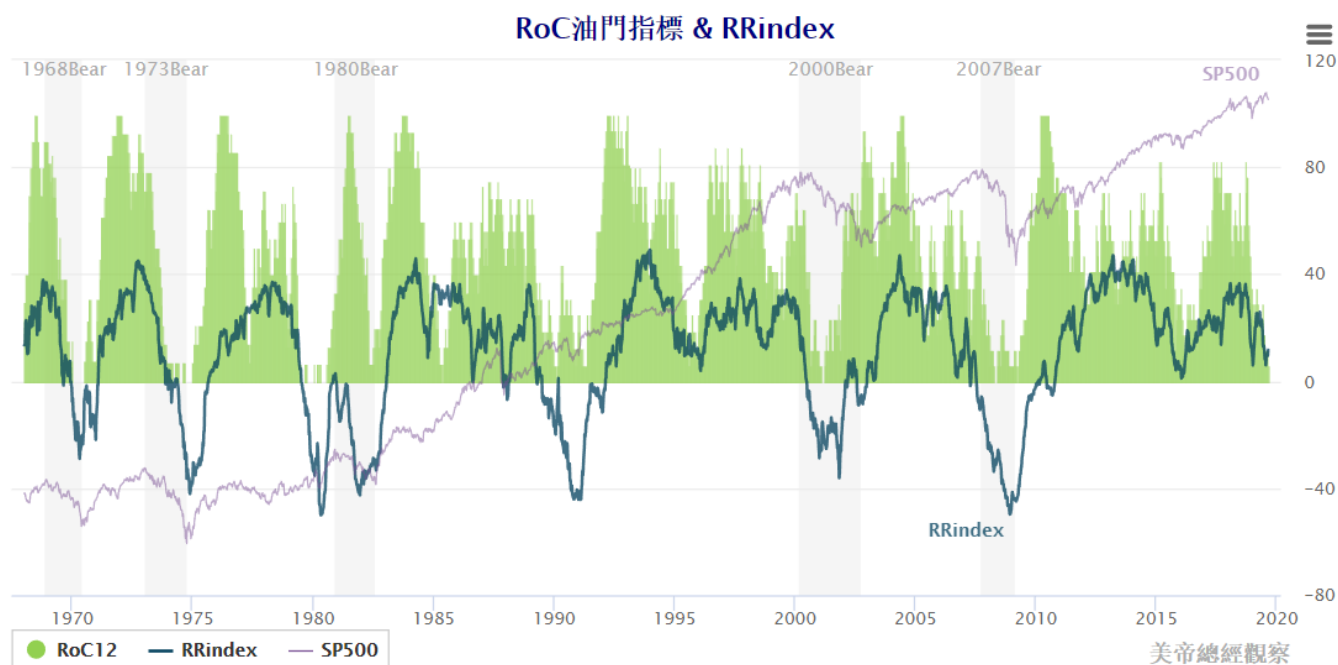


圖 12 & 圖 13：RoC 指標 (歷史)、RoC 指標 (近期)

RoC 不是中華民國，是 Rate of Change.

此指標統計 17 項總經領先與同時指標，涵蓋房市、製造、消費、就業、金融，其中 15 項數據可追溯至 1978，數據長度相當足夠。

比較各指標同期 YoY，大於去年給 1 分，小於去年 0 分，最後總數佔比，代表從年增率的角度切入，有多大比例的總經是加速的。(e.g. 新屋許可 2019-Jul=1.51%<2018-Jul=4.86%，新屋許可 = 0 分)

RoC 低檔時，可能是

1. 負成長
2. 成長減速

2016 ROC 低點 5.8%，當時總經並未負成長。

本週數據為 $5.8\% = 1/17 = 17$ 項總經指標中，**僅剩 1 項總經數據的成長率高去年，所以，成長減速是全面性的。**

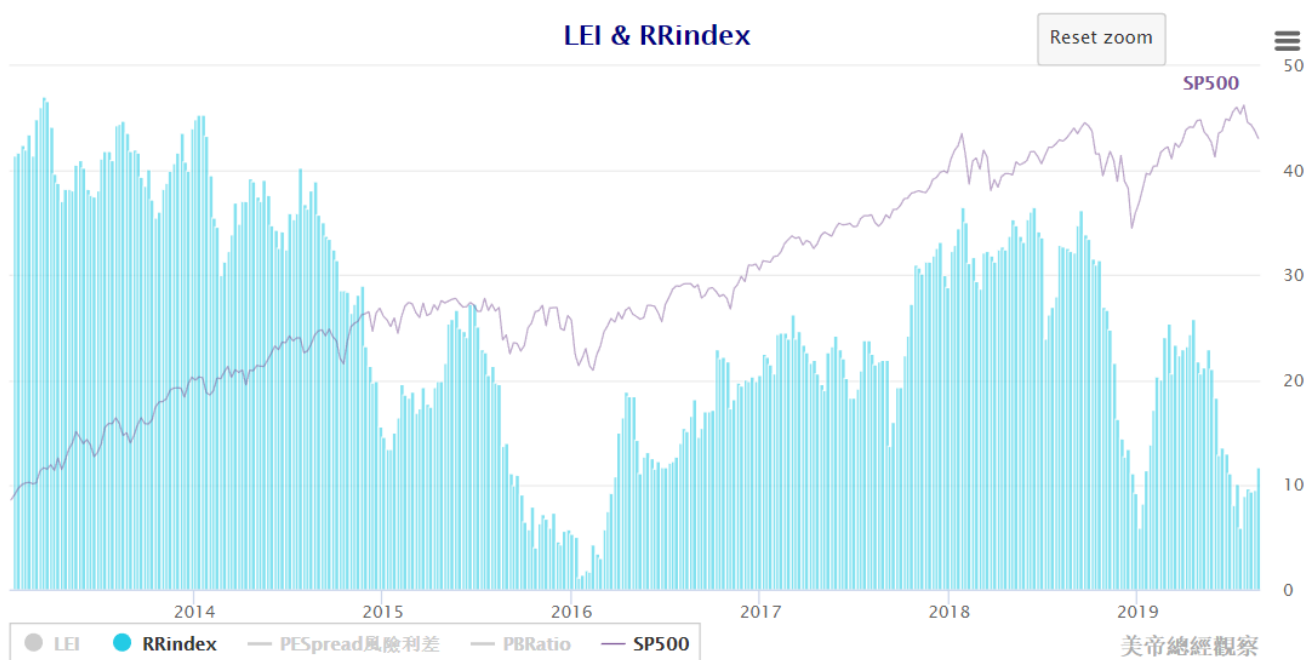
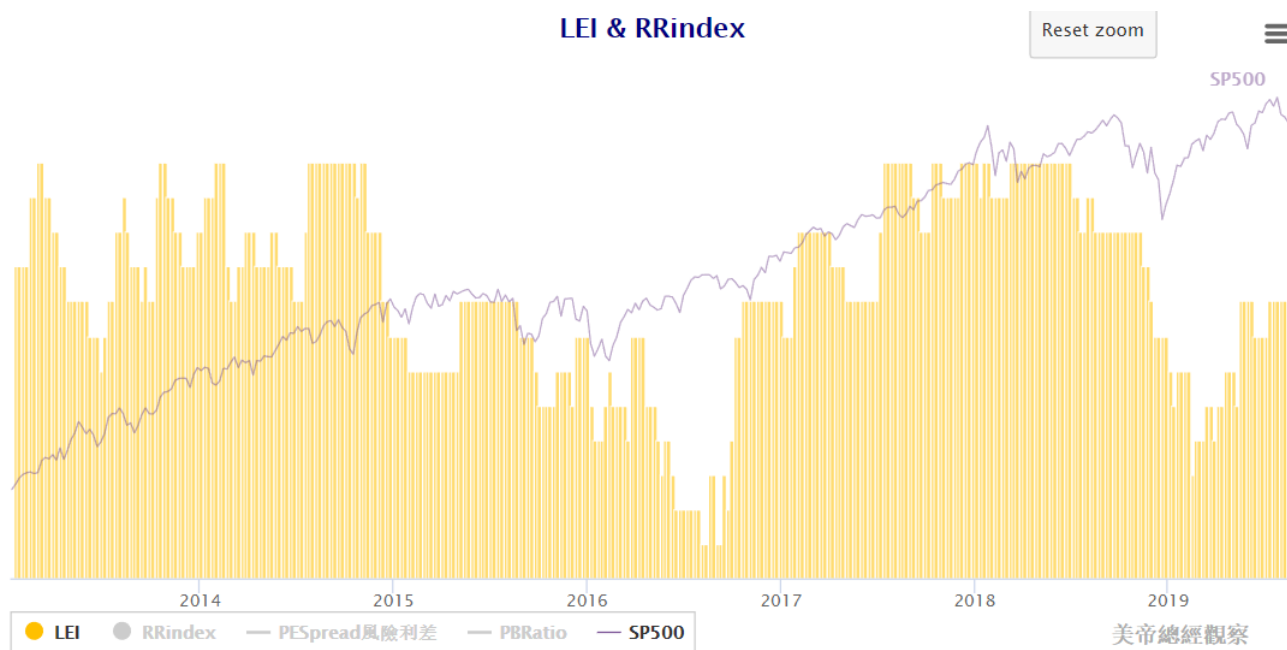
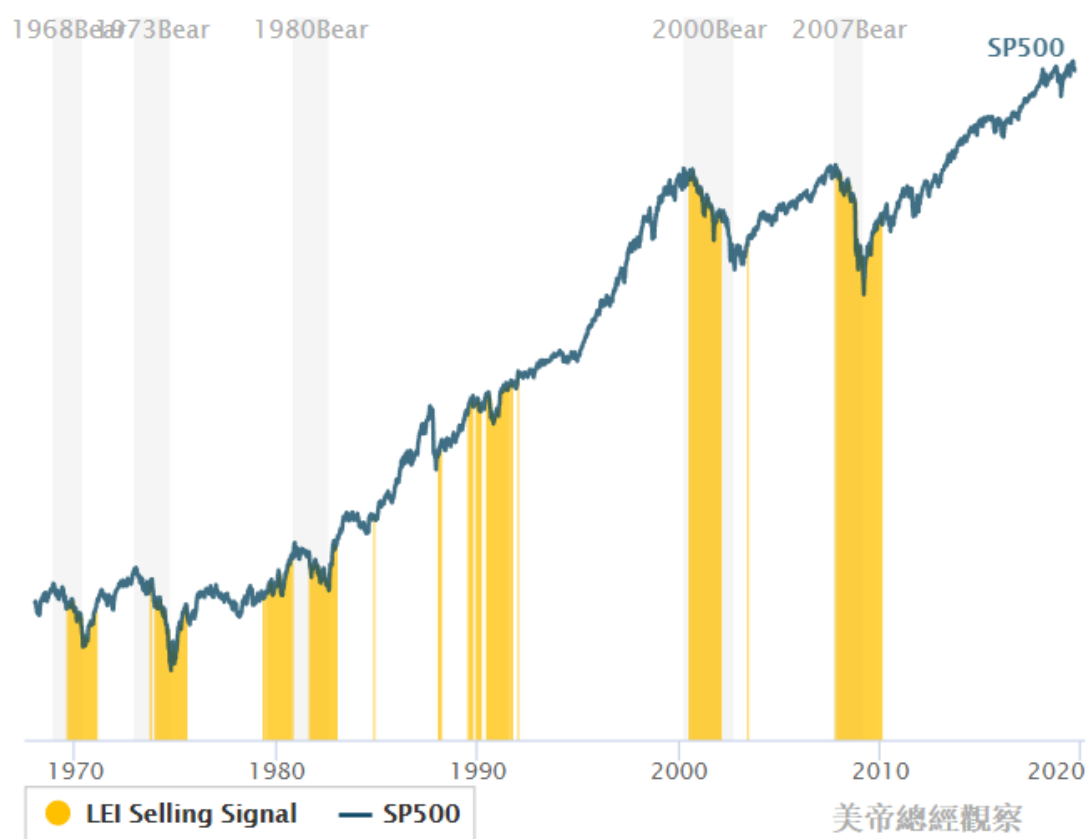


圖 14 & 圖 15：自行發明的指標 LEI、RRindex

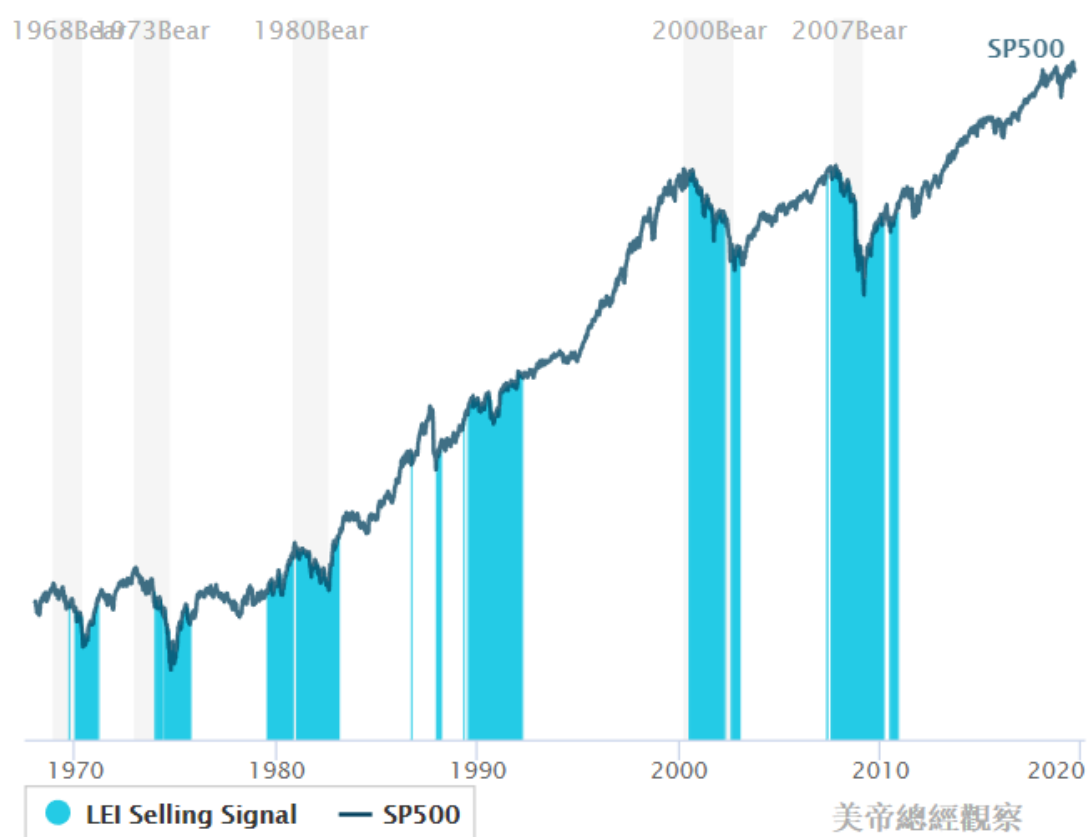
(下頁) 圖 16：LEI 賣出訊號、RRindex 賣出訊號

本週 LEI +0.75，RRindex +11.7。總經環境對多頭有利。

LEI賣出信號



RRindex賣出信號



LEI 與 RRindex 均為本人編繪之領先指標。成分為總經數據、非 Equity 價格之金融數據。

LEI 各成分，依人為設定規則計分，分數範圍 $-1 \sim +1$ ，以 0 為總經多空分界。

RRindex 各成分依 n 年高低點動量計分(金融 1 年、其餘 3 年)，分數範圍 $-50 \sim +50$ ，以 0 為總經多空分界。

LEI 核心衰退及 RRindex 核心衰退，為組成架構之數據核心分別之衰退信號。

六、結論：總經景氣可望延續至 2020Q2

目前，房市弱轉穩，製造衰，消費成長，就業成長，金融穩定，此局勢能維持至 2019 結束。

之後，我覺得有相當可能性(>50%)，會因歐美發動的寬鬆政策，使製造及房市重新回魂，而延續總經壽命，至少至 2020Q2。但無法延續太久，2020 川總連任完就倒。

最後，若撇開個人判斷，純粹以總經數據來看，各指標歷史轉折與 S&P500 高點的關係，推估的可能高點日為：

依總經歷史數據轉折與股市高點關係，S&P500高點日期應為：					
	房市	消費	製造	就業	平均
平均	2019-08-02	2020-12-21	2018-12-06	2020-10-11	2020-01-25
中位數	2019-09-25	2021-01-12	2019-01-25	2020-12-08	2020-03-11
最小	2019-01-19	2020-02-03	2018-02-28	2019-10-30	2019-04-14

美帝總經觀察 Last Updated: 2019-08-25